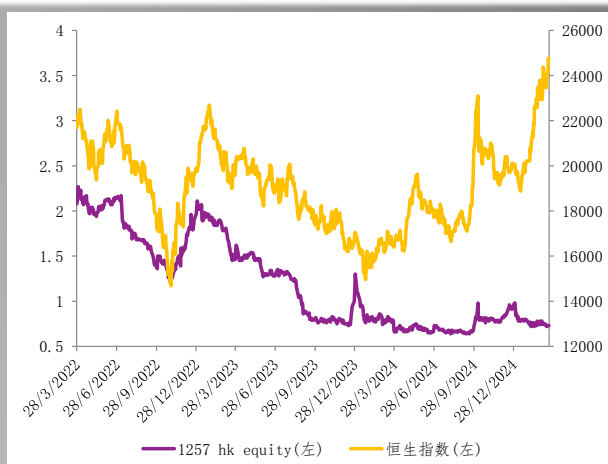


公司研究 | 业绩报告总结 (持有, 目标价 0.9 元)

光大绿色环保(1257 HK)

危废业务增加拨备续拖累去年业绩



主要数据

2025E 平均市盈率(x)	6.8
2025E 平均市净率(x)	0.13
2025E 平均股息收益率(%)	3.4

资料来源: 彭博

股价表现(%)

1 个月	-5.1
3 个月	-19.5
1 年	-6.3

资料来源: 彭博

光銀國際研究部

陈惠杰

Dominic.chan@cebi.com.hk

(852)-2916-9631

2024 年受危废业务拨备拖累亏损扩大。受建造收入下滑影响, 光大绿色环保 2024 年收益 69.77 亿港元, 同比减少 6%, 由于危废业务处理单价持续下滑, 与及危废板块固定资产及国补应收相关减值影响, 期内公司权益股东亏损 4.15 亿港元, 亏损金额较去年增加 37.7%。集团没有派末期股息, 全年派息每股 1.4 港仙, 同比减少 44%。

生物质综合利用业务表现相对稳定。按业务划分, 虽然期内上网电量上升 3%, 垃圾处理量增加 8%, 但由于在建项目减少影响, 生物质综合利用业务收益 54.8 亿元, 同比下跌 5%, 经调整 EBITDA 为 19.17 亿元, 同比增长 3.2%; 虽然危废及固废处置量增加 11%, 但处理单价下跌, 加上并无在建项目贡献利润, 危废及固废业务收益 11.4 亿元, 同比下降 3%, 经调整 EBITDA 为亏损 11.2 亿元。

期内共取得 14 个新项目。期内共取得 14 个新项目及签署 1 份整县光伏补充协议, 涉及新增总投资额约 3 亿元人民币及环境修复项目合同总金额约 1.34 亿元人民币。新项目包括 1 个生物质综合利用项目、4 个零碳园区类项目和 9 个环境修复项目。

业绩会重点。以下为光大绿色环保业绩会重点。1) 2024 年公司资本开支 6.5 亿港元, 主要用于零碳园区和分布式光伏建设。管理层预计 2025 年将资本开支约为 5 至 8 亿。2) 根据 2025 年 1 季度原料来源和价格导向来看, 管理层对危废、固废业务转稳有信心。3) 2024 年经营现金流大约为 13.7 亿人民币, 自由现金流大约为 7.6 亿人民币。

持有评级。我们预测光大绿色环保 2025 年及 2026 年盈利分别为 2.24 亿港元及 3.73 亿港元。根据我们现金流折现模型, 目标价 0.9 元, 相当于 2025 年预测市盈率 8.3 倍, 预测股息率 4.1%, 持有评级。

财务简表:

	营业收入 (百万港元)	同比 (%)	纯利 (百万港元)	同比 (%)	每股盈利 (港元)	市盈率	市帐率	股息率 (%)	ROE (%)
2022	8,048	-4.7%	340.2	-69.4%	0.16	4.5	0.12	4.7	2.5%
2023	7,417	-7.8%	(301.7)	-188.7%	-0.15	(5.1)	0.14	3.4	-2.4%
2024	6,977	-5.9%	(415.4)	37.7%	-0.20	(3.7)	0.16	1.9	-3.6%
2025E	6,979	0.0%	224.2	-154.0%	0.11	6.8	0.13	3.4	1.7%
2026E	7,182	2.9%	373.5	66.6%	0.18	4.1	0.13	4.1	2.7%

资料来源: 公司资料、光銀國際预测

估值

我们假设公司 WACC 及永续增长率分为 5.9%及 1%。以下为我们的主要假设。

图表 1：加权平均资金成本估算

加权平均资金成本	
资本结构	
负债占比 (D/V)	70.00%
股本占比 (E/V)	30.00%
债务成本	
债务成本	3.50%
有效税率	25.00%
税后债务成本	2.63%
股本成本	
无风险利率	3.50%
市场溢价	10.00%
無槓桿Beta	0.4
槓桿Beta	1.0
股本成本 (CAPM)	13.50%
WACC	5.9%

资料来源：彭博、光银国际预测

根据我们现金流折现模型，我们给予光大绿色环保目标价 0.9 元，持有评级。

图 2：财务报表

收益帐					
截至12月31日止年度（千港元）	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
收益	8,048,171	7,416,973	6,976,892	6,979,441	7,182,373
直接成本及经营开支	(6,364,723)	(5,821,730)	(5,517,037)	(5,484,155)	(5,607,699)
毛利	1,683,448	1,595,243	1,459,855	1,495,286	1,574,674
其他收入	335,566	279,854	352,589	244,280	335,594
其他损失	(139,486)	(742,185)	(1,235,546)	(209,383)	(143,647)
行政开支	(617,325)	(649,039)	(481,838)	(535,540)	(551,111)
经营利润	1,262,203	483,873	95,060	994,643	1,215,509
财务开支	(740,997)	(824,825)	(769,793)	(684,997)	(704,934)
分占联营公司溢利	(11,048)	1,664	(4,446)	(4,610)	(2,464)
除税前溢利	510,158	(339,288)	(679,179)	305,036	508,111
所得税	(165,158)	37,457	173,691	(76,259)	(127,028)
应占公司股东权益	340,201	(301,711)	(415,382)	224,202	373,462
每股盈利（港元）	0.16	-0.15	-0.20	0.11	0.18
每股账面值（港元）	5.99	5.46	4.65	5.54	5.67
资产负债表					
截至12月31日止年度（千港元）	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
流动资产					
其他流动资产	10,538,277	12,174,819	11,281,084	11,597,099	11,990,304
现金及现金等价物	1,904,785	2,308,578	1,635,651	1,340,207	1,525,438
总流动资产	12,443,062	14,483,397	12,916,735	12,937,306	13,515,741
非流动资产					
物业、厂房及设备	5,044,489	4,579,981	4,113,959	4,916,899	5,494,067
无形资产	13,355,885	12,820,119	11,636,066	11,145,378	10,660,542
其他非流动资产	8,312,940	7,873,927	7,664,841	9,332,510	9,659,828
总非流动资产	26,713,314	25,274,027	23,414,866	25,394,786	25,814,436
总资产	39,156,376	39,757,424	36,331,601	38,332,092	39,330,178
流动负债					
银行负债	5,809,395	10,213,907	7,718,360	7,059,024	7,246,524
其他流动负债	3,252,377	2,729,782	2,579,668	2,309,937	2,362,905
总流动负债	9,061,772	12,943,689	10,298,028	9,368,961	9,609,429
非流动负债					
银行负债	14,927,130	12,917,853	13,281,792	13,698,459	14,115,125
其他非流动负债	1,633,189	1,539,543	1,089,481	1,757,834	1,820,748
总非流动负债	16,560,319	14,457,396	14,371,273	15,456,293	15,935,873
总负债	25,622,091	27,401,085	24,669,301	24,825,254	25,545,302
总权益	13,534,285	12,356,339	11,662,300	13,506,839	13,784,875
总负债及权益	39,156,376	39,757,424	36,331,601	38,332,092	39,330,178

资料来源：公司资料，光银国际预测

重要披露及免责声明

本报告由光银国际资本有限公司(“光银国际资本”)撰写生产和分发,并由香港证监会监管。本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息,光银国际资本及其联属公司(统称为“光银国际”)力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。

本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要,并不构成个人投资建议,客户据此投资,责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。光银国际及其各自的公司董事、员工及代理,都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。

本报告的内容不代表光银国际的建议,也不构成与上述有关证券的任何买卖/交易协议。本报告不拟作为买入或卖出要约,也不打算招揽购买或出售上述证券。证券价格可能上下波动。可能变得毫无价值。购买和出售证券可能会产生损失,而不是利润。

研究报告所载的资料及意见,如有任何更改,本司将不作另行通知。此外,光银国际的销售人员,交易员或其他持牌人员可能提供口头或书面市场评论或交易想法,这些意见可能与本报告中提出的建议和意见不一致,并得出不同的结论。光银国际可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本报告仅向特定客户传送,未经光银国际书面授权许可,任何人不得引用、转载以及向第三方传播,否则可能将承担法律责任。在一些司法管辖区域内,针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取管道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令光银国际受制于任何注册或领牌规定,则本研究报告不适用于该等司法管辖区域内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体。

本报告仅提供给香港客户,不会提供给美国客户。编制本报告的分析师未在美国注册或获得美国金融业监管局的分析师资格。

特殊披露

分析师，陈惠杰(香港证监会中央编号:APP609)、陈义昌(香港证监会中央编号: BVI289)作为香港证监会持牌人及本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析师之个人意见。分析师亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析师并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析师及分析师之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

评级定义

买入	未来十二个月预期回报高于 10%
持有	未来十二个月预期回报在-10%和 10%之间
卖出	未来十二个月预期回报低于-10%

股票评级的解释：(i) 买入：股票投资回报在未来 12 个月的潜在涨幅超过 10%；(ii) 持有：股票投资回报在未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+10%之间及(iii) 卖出：股票投资回报在未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%

行业评级的解释 (i) 超配：行业投资回报在未来 12 个月的潜在涨幅超过 10%；(ii) 中性：行业投资回报在未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+10%之间；(iii) 低配：行业投资回报在未来 12 个月的潜在跌幅超过 10% 及(iv)未评级：光银国际并未给予行业投资评级

光银国际可能在过去 12 个月内与报告中公司有投资银行业务或其他业务关系（如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或自营买卖证券），同时亦有可能持有财务权益及/或证券/或衍生工具。投资者务请注意光银国际或会存在利益冲突，可能影响本报告的客观性。

版权所有光银国际。未经光银国际书面许可，禁止任何形式的发布，转载，发行，引用。